

有限合伙型私募股权基金监管及合伙人契约关系研究

徐灵燕 厦门大学

摘要: 私募股权投资基金 (PE) 是通过非公开方式募集特定对象 (合格投资者) 的资金并设立有限合伙企业的形式, 采用收购或增发持有被投资企业的股权、利用较充裕的资金及先进的管理推动被投资企业发展来实现股权增值、再以股权转让或上市后出售的方式退出被投资企业以实现投资收益的一种投资模式。私募股权投资基金具有高风险、非公开、信息披露透明度不高、投资周期长等特性, 投资人作为有限合伙人, 出资额占私募股权投资基金的绝大部分, 但不参与基金的管理运作, 基金管理人 (一般为普通合伙人) 以少量货币或劳务出资, 并以其专业知经验及职业素质为依托对基金进行投资事物管理。在此模式下, 有限合伙人将大量资本委托给普通合伙人, 并依据有限合伙协议及企业章程, 对普通合伙人的管理行为进行有限度的干预, 最大限度的给与管理人权限, 因此有限合伙人在投资私募股权基金中面临着一定风险, 对此类风险的研究成为必要。

关键词: 私募基金; 有限合伙; 利益博弈

中图分类号: D922.28

文献标识码: A

文章编号: 1001-828X(2016)001-000280-02

一、导言

狭义的私募基金, 也称私募股权投资基金, 是信托关系 (或称委托代理关系) 的前沿实务研究领域之一, 基本组织形式有公司型、有限合伙型与契约型, 其中我国以有限合伙型与契约型为主。有限合伙型基金组织方式实现了人力资本与货币资本的互补但独立的有机统一。而私募基金作为一种基于信托关系的特殊的投资方式, 其本质是依靠被托人 (即基金经理) 的经验和专业素质以及相对独立、高效的决策权, 投资者对被托人的经营行为不能多加干涉。体现在法律关系方面, 就是必须实行所有权与经营权的分离。

二、有限合伙型私募股权投资基金的要素统一和法律制度层面的完善建议

1. 合格投资者人数限定有待衔接统一

《证券法》规定私募证券注册豁免规模上限是 200 人, 我国《证券投资基金法》规定合格投资者累计不得超过 200 人, 而《合伙企业法》规定有限合伙企业由 2 个以上 50 个以下合伙人设立。很多人会错误地理解三部法典在有关合格投资者人数的衔接上存在一个最高多达 150 人的真空。其实不然, 因为排除关于基金层面的考虑, 单纯从企业的组织形式来看, 有限合伙企业是企业法人的一种组织形式, 相对于公司法人而言, 合伙企业法规定了合伙人数量; 而从基金的存在形式角度理解, 有限合伙企业又被当做基金的组织形式来理解, 此时合伙企业法相对于证券投资基金法而言属于一般法与特殊法的关系, 故在合格投资者人数上当然适用特殊法的规定, 即合格投资者累计不得超过 50 人; 此外, 从证券投资基金法的立法逻辑考虑, 基金的存在形式多种多样, 而无论采取哪种形式, 合格投资者人数最高也不得超过 200 人, 比如契约型基金。投资者为规避 50 人的投资人数上限, 往往会转而选择“契约性私募基金”或 FOF 来破局, 但此类基金目前缺乏相关法律、法规对其进行规范, 投资人对于此类基金也需承担较高的基金管理人道德风险, 因此衔接好有限合伙型基金与契约型基金的合格投资者人数对于切实维护投资者利益将起到极大的推动作用。

2. 合格投资者的界定有待完善

我国 2012 年实施的《证券投资基金法》对合格投资者进行了原则性界定, 其后, 证监会 2014 年发布《私募投资基金监督管理暂行办法》还尝试对合格投资者进行了肯定式列举, 然而, 总观该暂行办法, 合格投资者的界定更多还是局限于风险承担的能力上, 而对风险识别能力只是进行了原则性的规定, 风险识别能力相比于风险承担能力更加凸显了投资者的专业性和技术性, 在合格投资者

的概念中应当处于更为重要的地位, 特别是对于有限合伙型基金而言, 有限合伙人并不参与基金的日常经营和管理, 这就对基金管理人 (普通合伙人) 的风险识别能力有了更为严格的要求, 因此需要在法律法规中增加完善风险识别能力的制度设计。

3. 信息披露和监管制度有待完善

我国私募基金领域因此前长期处于法律与监管缺失、地位不明、需求旺盛的状态而导致乱象丛生, 虚假宣传、非法集资、无处报备等问题层出不穷, 这与其法律地位不明有着直接关系。私募豁免注册使得基金管理人不必向投资者承担全面、详细的信息披露义务, 加之无论是有限合伙型基金的有限合伙人或是契约型基金的投资者均不参与基金管理, 不能直接监控资金的动作情况, 而基金管理人员则可能利用其优势地位作出符合自身利益却违背投资人利益的决策。同时, 由于我国此前缺乏一套完整的信用体系制度, 投资人对基金管理人的信用情况无从查询, 对管理人选择只能是介绍或者个人感觉, 这本身也是一种风险。

自从中国证券投资基金业协会成立 (特别是独立于证券业协会) 后, 监管地位的确立、监管职能的明确、监管手段的增加, 使得各类基金都得到相对有效的备案与监管, 前述信息披露、信用查询、管理人资格申请、培训与考试、黑名单与处罚等行业自律行为有了规章层面的依据。但是, 基金业协会从本质上讲是行业自律机构, 作为基金的法定监管机构, 还需要法律或法规层面作出规定, 以实现私募基金作为金融工具的一种与银行、信托、公募基金、券商、保险、资管计划、金融租赁等工具一样的募集设立、风险与合规性审查、备案公示、行政处罚的全方位监管。

三、合伙人 LP、GP 间通过契约进行利益博弈的有效性探讨

1. 传统实物期权理论

实物期权作为一种投资理念可以在投资中作为柔性管理手段, 有效的利用到 LP 进行投资管理及契约签订等实际应用中。在把有限合伙人参与后续基金特别是对于优秀基金融资的隐性权利看作一种期权, 实物期权理论在处理不确定性上比传统投资定价方法更为灵活有效, 能有效的解决投资中的不确定性定价问题。实物期权中的二叉树模型对多阶段注资, 初始投资额较大, 投资期限长, 不确定性大等特点的投资中有较大的实用价值。

在以上假设的基础上, 为了进行比较, 首先给出公司制下经典的最优契约条件。在公司制运作下, 契约的设计权利在 LP (即股

下接 (第 282 页)

案公告日前 10 日就已经出现了超额收益,在公告日当天达到最大值,为 2.5709%,公告日前 10 天超额收益率虽然有下降,但整体呈上升趋势,尤其在时间窗口 $[-2, 0]$ 期间超额收益最明显,在时间窗口 $[-10, 0]$ 期间内,超额收益率最低值为 0.0125%,最高值 2.5708%,振幅率高达 2.5583%,说明随着高送转预案公告日的临近,股票超额收益率在不断的上升,到预案公告日当天达到最高值。而随着预案公告发布以后,股票超额收益率呈下降的趋势,尤其是在时间窗口 $[0, 3]$ 期间,超额收益率从 2.5709% 下降到 -0.1102%,超额收益率首次出现负值,振幅率达到 2.6811%,而在时间窗口 $[5, 6]$ 和 $[9, 10]$ 期间,超额收益率都出现了负值,说明随着高送转公告预案的颁布,超额收益率在不断的下降。

2. 预案公告日 AR 值的假设检验

用 SPSS20.0 软件进行分析,设原假设 $H_0: ARR_T \leq 0$, $H_1: ARR_T > 0$ 。通过对窗口期内的样本 ARR 值进行 T 检验,可以发现 5% 的显著性水平下,在 $[-7, -6]$ 、 $[-4, 0]$ 时间段内, t 值大于 1.65,我们拒绝原假设,接受备抵假设 $H_1 > 0$,即具有正的超额收益率,而在高送转公告颁布后第 3 天,时间段 $[5, 6]$ 、 $[9, 10]$ 时间内, t 值 < 1.65 ,我们接受原假设:有非正的超额收益率,假设检验结果说明高:送转公告日之前与公告日的当天与股票超额收益率呈正相关,而公告日之后与股票超额收益率关系并不显著。

五、结论

高送转公告日之前与公告日当天有正的超额回报,说明市场对高送转公告的反应是有效的,但是也有可能是因为高送转的公告泄露了,所以投资者预先采取了行动,购买有高送转预案的股票。在

这种情况下,我国股票市场的信息披露制度仍不规范。具体而言,股利分配的消息已经在公告日前公布前几天,一些知情投资者提前做出了行动,这不仅对其他投资者的利益造成了极大的损害,而且也违反了证券市场的原则(公开、公平、公正)。因此,有关部门应进一步规范股票上市公司信息披露制度。

监管层要通过对公司重大事项的全面披露,提醒中小投资者关注高送转提前披露背后的动机。上市公司在披露高送转方案时,应同时披露股东大会前公司是否有减持股票的意向,如有减持意向,应说明具体的减持计划。同时,上市公司应披露股东提议前后六个月内,已经发生和将要进行的特定事项,包括股东减持、股份质押、重组或非公开发行等。

参考文献:

- [1] 陆正华,钟婉怡,陈娟娟.创业板公司高送转对股票收益率的影响[J].全国中文核心期刊财会月刊,2010,(9).
- [2] 陈珠明,史余森.高送转股票财富效应的实证研究[J].系统工程,2010,(10).
- [3] 黎平.我国上市公司高送转公告效应的实证研究[J].区域金融研究,2011,(4).
- [4] 李心丹,俞红海,陆蓉,徐龙炳.中国股票市场“高送转”现象研究[J].管理世界,2014,(11).
- [5] 徐慧玲,吕硕夫.中国上市公司高送转股利政策分析[J].经济问题,2012,(11).

上接(第280页)

东)手上。公司制 PE 运作的博弈规则如下:首先,LP 设计薪酬契约 $w(\pi)$,希望引致 GP 的努力水平 e ;然后,GP 看到契约后,选择接受或者拒绝契约;如果 GP 接受契约,将会提供不可证实的努力水平 e ;最后自然决定收益的现实状态 π ,契约执行。

2. 有限合伙制 PE 的最优契约

而有限合伙制 PE 运作的博弈规则如下:GP 设计契约 $w(\pi)$,并向 LP 发出要约;LP 看到要约后,选择接受或者拒绝要约;如果 LP 接受要约,会按承诺资本出资;GP 获得所需要的资本后进行专业投资,并提供不可证实的努力水平 e ;最后自然决定收益的现实状态 π ,契约执行。基于以上博弈规则。

3. 完善利益均衡的内部治理法律制度

通过以上两种模式对比可以看出,法律对于基金投资人和基金管理人的权利与责任配置要明确和实现权责统一。对基金管理人进行激励和约束,减少利益冲突,同时要尽可能给与管理人以权限确保其在契约基础上的高效管理。因此,要在相关法律和合伙协议中明确合伙人会议的职权,设立合伙人会议、投资决策委员会和明确普通合伙人执行合伙基金事务的具体职权,并同时要明确和规范有限合伙人的经营管理建议权和监督权等权利,以实现监督和制衡。此外,还应当建立基金管理人的声誉机制,以激励和约束普通合伙人避免作出损害基金投资人利益的行为。为了防止基金管理人损害投资者的利益,应禁止私募基金管理人与合伙基金进行关联交易,除非经全体基金投资人同意方可进行。

四、私募股权基金的发展及未来趋势

根据基金业协会统计,截止 2015 年 11 月,我国已取得管理人资格的基金管理人数量为 1.6 万家,其中私募证券投资基金和私募

股权投资基金占了 90% 以上,创业投资基金和另类基金占比较小;从管理规模来看,私募基金总规模约 2 万亿,占整个基金业规模(公募加私募)的 20%。从实际业绩看,70% 的管理人尚无经备案的基金管理业绩,这不排除已有管理业绩但未提交备案或因不符合备案要求而无法备案的情况。但无论从占比或是绝对数量,私募基金已成为我国金融行业中不可小觑的一股新兴力量,事实上,大资管时代的到来,银行、信托、券商都开始涉足私募基金领域,这将成为我国未来构建现代金融服务体系的标志之一,随着这一体系的形成,私募基金的监管也将随着行业的发展而成熟。

五、结束语

综上所述,私募股权投资已经成为金融行业最有优势的投资方式之一,有限合伙型基金近年来在我国得到了长足的发展。当然,本文作为对私募基金的监管及合伙人利益博弈的浅析,只能是抛砖引玉,以期未来我国私募基金行业得到快速发展。

参考文献:

- [1] 倪宣明,武康平,黄嵩.私募基金合伙人契约研究[J].经济理论与经济管理,2015,(04):104-112.
- [2] 黄少春.有限合伙制私募股权基金法律问题研究[J].法制与经济,2015,(09):76-77.
- [3] 魏昭.有限合伙私募股权基金监管法律问题研究[D].山西财经大学,2015,(02):12.
- [4] 李阳.有限合伙制私募股权投资基金制度研究[D].山东财经大学,2015,(03):12.

作者简介:徐灵燕,学校:厦门大学,专业:金融学,班级:14 级秋季班。